

مقالة رأي وتحليل

التاريخ التحريري: ٢ نوفمبر ٢٠٢٦

عملة تستطيع السفر، لكن هل تستطيع أن تكون مالًا؟

حين انخفض الدولار الرقمي إلى ستة وثمانين سنتًا

في مارس 2023، كان على وحدة من العملة المستقرة «يو إس دي سي» (USDC) أن تساوي دولارًا أمريكيًا. هذا هو اسمها الاقتصادي، ووعد مُصدرها، والسبب الذي يحتفظ الناس بها من أجله. لكن في أدنى نقطة رصدها باحثون في الاحتياطي الفيدرالي في أسواق التداول الثانوية، لم يجد الدولار الرقمي من يدفع فيه أكثر من ستة وثمانين سنتًا. لم تتغير قاعدة البيانات فجأة إلى نظام نقدي جديد، ولم ينقص عدد الخانات العشرية في الرمز. تغير سؤال المشترين: هل أستطيع أن أحوّل ما أحمله الآن إلى دولار أستطيع استعماله خارج هذا العالم؟1

قبلها، أفصحت شركة «سيركل» (Circle)، مُصدرة USDC، عن وجود 3.3 مليارات دولار من احتياطيات العملة في «سيليكون فالي بنك» (Silicon Valley Bank) الذي دخل إجراءات المعالجة. كان هذا المبلغ يقارب 8% من إجمالي الاحتياطي آنذاك. ثم أعلنت السلطات الأمريكية في 12 مارس حماية مودعي البنك، وعاد سعر الرمز في السوق نحو الدولار مع استئناف عمليات الاسترداد. وهكذا جاءت الطمأنينة من قرار بشأن ودائع مصرفية عادية، لا من سرعة سلسلة الكتل التي انتقلت عليها الرموز.12 وقد يستطيع مهندس الشبكات أن يثبت أن رسالة الدفع وصلت، لكنه لا يستطيع، من هذا الإثبات وحده، أن يستخرج من مصرف متعثر وديعةً محجوزة.

وكان في المشهد تفصيل أدق من هبوط السعر. إحدى آليات تثبيت عملة «داي» (Dai)، المسماة «وحدة استقرار الارتباط» (Peg Stability Module)، كانت تسمح بمبادلة USDC مقابل Dai بنسبة واحد إلى واحد وفق قواعد مبرمجة. عندما فقد USDC بعض قيمته في السوق، اندفع متعاملون إلى الآلية، وبلغ الاستخدام سقفها اليومي البالغ 950 مليون وحدة بسرعة. أُنشئت الأداة لتعزيز الثبات، فصارت عند التوتر قناةً تنقل الضغط من عملة إلى أخرى. ولم يكن العيب

في الحساب الحسابي: الشيفرة نفذت الشرط المدوّن فيها. أما الشرط نفسه فلم يكن قادرًا على خلق دولارات مصرفية تعادل ما وعدت به العقود.1 هنا يظهر أول درس: لا تستطيع «العقود الذكية» (Smart Contracts) أن تكون أذكى من تعريف الالتزام الذي أُعطيت إياه.

يسهل تحويل هذه الحادثة إلى موعظة ضد العملات الرقمية. وذلك سيكون فهمًا رخيصًا لواقعة مكلفة. لقد كشفت التجربة شيئًا أعمق: هناك فرق بنيوي بين **قابلية نقل المطالبة وقابلية المطالبة لأداء وظيفة النقد.** النقطة الأولى مسألة حسابات وشبكات ومفاتيح تشفير وقواعد إجماع. والنقطة الثانية مسألة قانون وائتمان وسيولة وأصول احتياطية ومؤسسات تستطيع تحويل المطالبات المختلفة إلى وحدة اقتصادية واحدة. جمع المهمتين في كلمة «دفع» جعل النقاش التقني أقصر مما ينبغي، وأجّل الأسئلة المهمة حتى وقع الاختبار الفعلي.

من بنك أمستردام إلى وحدة النقود

قبل أن نقرر ما إذا كانت العملة المستقرة اختراعًا نقديًا، يجدر بنا أن نعود إلى أمستردام سنة 1609. كانت التجارة الأوروبية تعاني تعدد العملات المعدنية واختلاف أوزانها ونقاوتها وأثمانها. أنشأت المدينة بنك أمستردام ليمنح التجار وحدة حساب أكثر انتظامًا، ويتيح لهم نقل الأرصدة في دفاتره بدل حمل صناديق المعدن. وفي دراسة بحثية لبنك التسويات الدولية عن نشأة البنك وسقوطه، يُشبه نظامه المبكر بعملة مستقرة: ودائع حسابية تستند إلى فضة وذهب، ويتغير حجمها ابتداءً بإيداع الأصول وسحبها. ثم تطور البنك إلى تقديم ائتمان بطرق زادت مرونة ميزانيته. وعندما توسع الإقراض في ثمانينيات القرن الثامن عشر ولم تتوافر مساندة مالية عامة كافية، تآكلت الثقة وانتهت التجربة إلى السقوط.3

فكرة أمستردام ليست أن البلوكشين وُجد قبل أربعة قرون. هذا تشبيه ظريف ولا يفسر شيئًا. الفكرة أن تغيير طريقة تسجيل الملكية لا يجيب عن طبيعة الشيء المسجّل. الحساب الحديث يستطيع أن يجعل القيد ينتقل قبل أن ينتهي طرفه من توديع الطرف الآخر، لكنه لا يحسم بنفسه ما إذا كان القيد مستحقًا على مؤسسة قادرة على الوفاء. ولا من أين تأتي السيولة إذا تزايدت المطالبات في وقت واحد. ولا من يوزع الخسارة إذا صار مجموع ما يدين به المصدر للناس أكبر مما يمكن تحصيله. وهذه أسئلة عاشت قبل الكهرباء، ثم تعلمت أن تتحدث لغة البرمجة.

في الولايات المتحدة، قبل الحرب الأهلية، كان مصرف في ولاية يصدر أوراقًا تحمل قيمة اسمية بالدولار، فإذا سافرت الورقة إلى ولاية أخرى قد يقبلها التاجر بأقل من قيمتها أو يرفضها. يشرح تاريخ الاحتياطي الفيدرالي أن تنوع قواعد إصدار تلك الأوراق دفع إلى إصلاحات 1863 و1864 بحثًا عن نقد أكثر انتظامًا، لا إلى مجرد وسيلة أسرع لحمل الأوراق.4 يقابل ذلك اليوم شخص يحتفظ بعملة مرتبطة بالدولار لدى مُصدر، ثم يريد دفع التزام إلى شخص لا يقبل إلا عملة مرتبطة بالدولار لدى مُصدر آخر. كلاهما يقول «دولار»، لكن السوق قد يفرض سعر تحويل بين الوعدين. لقد تخلصنا من وزن الخزانة المعدنية، ولم نتخلص تلقائيًا من وزن اسم المُصدر.

في الاقتصاد النقدي (Monetary Economics)، يُقال عادة إن النقود تؤدي ثلاث وظائف: وسيط للتبادل، ووحدة للحساب، ومخزن للقيمة. وتضيف الهندسة المؤسسية سؤالًا مكمّلًا: ما الذي يجعل المشتري والبائع لا يحتاجان إلى إعادة تقييم وسيلة الدفع في كل مرة؟ لا تطلب المخبزة من الزبون تحليل ميزانية بنكه قبل بيع الخبز، لأن النظام النقدي يحاول

جعل الودائع المصرفية وسيلة مقبولة بالقيمة الاسمية في نطاق العملة الواحدة، مع بقاء حدود قانونية ومخاطر لا تنفيها تلك القاعدة. يسمي بنك التسويات الدولية هذه الخاصية «وحدة النقود» (Singleness of Money)، ويربطها بالتسوية النهائية في نقود البنك المركزي، والرقابة المصرفية، وشبكات التحويل التي تسمح للمطالبات المصرفية المختلفة بالتبادل بالقيمة ذاتها.5

ليس «الدولار» إذن اسمًا مطبوعًا على كل أصل يحتفظ بسعر قريب من واحد. إنه، من جهة وحدة الحساب، مقياس تُسمّى به الالتزامات؛ ومن جهة الوظيفة النقدية، ترتيب يجعل الناس يتعاملون مع وسائل وفائه على أساس التكافؤ المعتاد. من السهل أن تنشئ ألف رمز تسميها «وحدة»، تمامًا كما يسهل أن تنشئ ألف مسطرة مرقّمة. لكن إن اختلف طول السنتيمتر عند كل مصنع، صار القياس نفسه نشاطًا للمضاربة. التقانة لم تخترع هذه المشكلة، بل أعطتها شاشةً مضيئة يقرأ منها المرء الأرقام دون أن يرى اختلاف المساطر.

العملة المستقرة المغطاة بأصول نقدية ليست بلا قيمة لمجرد أنها مطالبة خاصة. كثير من أكثر صور النقود استعمالًا مطالبات على بنوك تجارية. الفرق المؤسسي هو نوع شبكة الحماية والقبول والاسترداد التي تسند تلك المطالبة. لدى المُصدر ذي الاحتياطي الكامل، يفترض أن يقابل كل رمز أصلٌ مؤهل من نقد أو أدوات آمنة قصيرة الأجل وفق شروط النظام الذي يعمل داخله. هذه خاصية مهمة وتقلل بعض المخاطر، لكنها لا تلغي الفارق بين قيمة الأصل في الميزانية والقدرة على دفع قيمته لحامل محدد في لحظة بعينها. وقد تكون أذون الخزانة ممتازة ائتمانيًا ولا تزال تحتاج إلى بيع أو تمويل أو ترتيبات تشغيلية إذا طالب الحملة بالنقد دفعة واحدة. يدرس بحث نُشر في يونيو 2026 كيف يمكن أن يفضي عدم التوافق بين احتياطيات تحتوي سندات قابلة للبيع وطلبات الاسترداد الفورية إلى مبيعات مضغوطة تؤثر في الأسعار وفي حاملي الرموز معًا.6

ثلاثة أنواع من الواحد

لهذا أميز بين ثلاثة أنواع من الواحد. الواحد الأول **محاسبي**: أُصدر رمزًا مقابل دولار من الاحتياطيات، وأثبت أن الأصول تغطي الالتزامات وفق معيار محدد. والثاني **تعاقدي**: مَن صاحب الحق في الحصول على دولار، وعلى مَن تقع المسؤولية، ومتى يكون الحق مستحقًا، وماذا يحدث عند الإفلاس؟ والثالث **سوقي**: هل يوجد بالفعل مشترٍ أو مسار استرداد يمكّن الحامل العادي من تحويل الرمز إلى دولار بالقيمة الاسمية وقت حاجته؟ تقارب الأرقام الثلاثة في الأيام الهادئة، وقد تتفرق تحت الضغط. وهذا التصنيف التحليلي اقتراح لتفسير المخاطر، وليس تعريفًا تشريعيًا معتمدًا.

في صفحة USDC الرسمية، تؤكد سيركل أن العملة مدعومة بالكامل وأن استردادها متاح بنسبة واحد إلى واحد، لكنها توضح أيضًا أن خدمة الاسترداد المباشر «سيركل مِنت» (Circle Mint) موجهة إلى مؤسسات مؤهلة، وليست متاحة للأفراد أو الشركات الصغيرة. هؤلاء يصلون عادةً إلى السوق بواسطة منصات ومحافظ ووسطاء.7 لا يعني هذا بالضرورة أن الفرد لا يملك حقًا قانونيًا حيث يمنحه القانون؛ ولا أن الوسيط غير موثوق. يعني أنه ينبغي التمييز بين الوعد العام، وصاحب الحق، والقناة العملية التي يستطيع حامل بعينه استخدامها. فوجود نافذة استرداد كبيرة للمؤسسات يساعد على ضبط السعر بالتحكيم (Arbitrage)، لكنه لا يجعل كل مستخدم قادرًا على طرق النافذة نفسها مباشرة.

لماذا تعود الأسعار غالبًا إلى الواحد؟ لأن متعاملًا مؤهلًا يستطيع، في الظروف المناسبة، أن يشتري الرمز بأقل من دولار، ثم يسترده بدولار لدى المُصدر، فيجني فرق السعر بعد الرسوم والمخاطر. هذا الطريق يجعل فروق الأسعار فرصةً للتجار ومحركًا لاستقرار القيمة. لكنه ليس قوة طبيعية تعمل بلا شروط؛ يحتاج إلى توافر السيولة لدى الوسيط، وسلامة جهة الحفظ، وأهلية الاسترداد، ووضوح القواعد، وقدرته على التحوط، وإمكانية انتقال قيمة الاحتياطيات إلى نظام الدفع. فإذا تعطلت إحدى هذه الشروط، اتسع الفرق بين القيمة الاسمية وسعر السوق، حتى لو ظلت الشيفرة تحسب الرمز واحدًا كاملًا.15

فلنتخيل تاجرًا صغيرًا تصله عشرة آلاف وحدة من رمز اسمه دولار، وتكون سوق التصريف المتاحة له تعرض 0.995 دولار للوحدة، وتخصم جهة الخروج 0.3% من الحصيلة. سيحصل على 9,920.15 دولارًا، إذا نفذت العملية بهذه الأسعار ومن دون مصروفات أخرى. الفرق 79.85 دولارًا لا يظهر في شاشة المرسِل التي كتب عليها «أرسلت 10,000». هذا **مثال حسابي افتراضي**، وليس متوسط رسوم أو أسعارًا مرصودة. وإذا كان المستفيد يشتري في النهاية عملة محلية، انضم إليه سعر صرف قد يكون مختلفًا عن سعر الصرف المرجعي، ورسوم محلية، ومتطلبات إثبات هوية، وربما حدود على التحويل. لا يكفي أن تسأل: كم استغرقت عملية إرسال الرمز؟ ينبغي أن تسأل: كم وحدةً قابلة للإنفاق حصل عليها آخر شخص في السلسلة؟

التحويل العابر للحدود وثمن الخروج

تلك ليست حيلة بلاغية لتشويه الابتكار. ففي نيجيريا، يسجل صندوق النقد الدولي في دراسة منشورة في يونيو 2026 أن الأسر والشركات الصغيرة تستفيد من العملات المرتبطة بالدولار في تلقي بعض التحويلات والمدفوعات العابرة للحدود، وفي التعامل مع صعوبات الوصول إلى النقد الأجنبي. ويذكر أن متوسط تكلفة إرسال 200 دولار إلى إفريقيا جنوب الصحراء يقترب من 9% وفق بيانات البنك الدولي المستخدمة في الدراسة.8 حين تكون البدائل بطيئة ومكلفة، يستطيع مسار رمزي، حتى مع تكلفة خروج غير صفرية، أن يقدم نفعًا ملموسًا. لا يحتاج الإنسان الذي يعيل أسرته إلى أن يثبت تفوق نظرية النقد الرقمي؛ يحتاج إلى وصول قيمة أكبر في وقت أنسب. إنكار هذا المكسب باسم مثالية النظام المصرفي التقليدي نوع آخر من التجريد الذي لا يسدد فاتورة أحد.

لكن نفع التحويل لا يحسم استقلال العملة. قد يستعمل النيجيري رمزًا بالدولار ليحافظ على قوته الشرائية نسبيًا إذا ضعفت عملته المحلية، ويستخدم الرمز أيضًا للتجارة. عندئذ هو لم ينقل المال فقط، بل نقل اختيار **وحدة الحساب** ومخزن القيمة إلى عملة أجنبية. تصف أبحاث بنك التسويات الدولية الحديثة هذه الظاهرة بـ«الدولرة عبر العملات المستقرة» (Stablecoin Dollarisation). وفي دراسة شملت أكثر من 130 اقتصادًا، وجد الباحثون أن دوافعها تشبه دوافع الدولرة المصرفية التقليدية، وأنها قد تستمر بعد زوال الأسباب الأولى، مع تحفظ مهم هو أن بيانات التدفقات الرمزية أضعف من بيانات الودائع الأجنبية.9 هكذا يتحول قرار يبدو شخصيًا وعاديًا، أن أحتفظ بمدخراتي بوحدة تحافظ نسبيًا على قيمتها، إلى أثر جمعي في الطلب على العملة الوطنية وفي قدرة السياسة النقدية على النفاذ.

وتكشف أسواق الصرف وجهًا آخر للمسألة. حلّل باحثون في بنك التسويات الدولية تداول أربع عملات مستقرة مرتبطة بالدولار مقابل 27 عملة ورقية في 64 منصة خلال 2021 إلى 2025. رصدوا فجوات بين تكلفة الوصول إلى الدولار عبر هذه الرموز وتكلفته في سوق الصرف التقليدية، وربطوا اتساع الفجوات بقيود ميزانيات الوسطاء الذين يربطون السوقين. وفي

نموذجهم التقديري، ارتبطت زيادة خارجية محددة مقدارها 1% في صافي تدفقات العملات المستقرة بزيادة تقارب 40 نقطة أساس في فجوة التسعير.10 هذه نتيجة في عينة ومنهجية مخصوصتين وليست قانوناً ينطبق آلياً على كل سوق وكل يوم. لكنها تكفي لنسف عبارة شائعة: «إذا كان الرمز يساوي دولاراً، فإن الحصول عليه هو الحصول على الدولار بالتكلفة نفسها». أحياناً يصبح طلب الدولار الرقمي نفسه جزءًا مما يغيّر تكلفة الوصول إلى الدولار.

ولنزد الأمر دقة. في تقريره الاقتصادي لعام 2026، قدّر بنك التسويات الدولية القيمة السوقية للعملات المستقرة بنحو 320 مليار دولار عند نهاية مايو 2026، وذكر أن 99.4% من قيمة العملات المستقرة المغطاة بعملات ورقية كانت مربوطة بالدولار. وأورد تقديراً بنحو 28 تريليون دولار من معاملات العملات المستقرة خلال 2025، ثم نبّه إلى أن القيمة الصافية بعد إزالة التحويلات بين محافظ تعود إلى المالك نفسه أدنى بكثير.5 المبلغ الذي ينتقل في الشبكة ليس بالضرورة مبيعات تجار أو أجور عمال أو مشتريات سلع؛ وقد يُعاد تداول الوحدة مرات كثيرة في التسويات والتداول الآلي. قياس «حجم اقتصاد الدفع» بمجرد جمع كل حركات الرمز يشبه قياس كمية الطعام في مدينة بجمع عدد مرات انتقال الفواتير بين المحاسبين.

المرونة النقدية لا تختزل في الاحتياطي

يبقى سؤال المرونة النقدية (Monetary Elasticity)، وهو أكثر الأسئلة تعرضًا لسوء الفهم. ليست المرونة رخصةً لطباعة المال دون أصل ولا ضابط. المقصود قدرة المنظومة على إتاحة السيولة والائتمان بالقدر والآلية المناسبين لتسوية الالتزامات حين يتغير الطلب، من دون أن يُضطر كل مشارك إلى انتظار مالٍ قادم قبل أن يدفع مالاً مستحقًا. تستطيع البنوك التجارية خلق ودائع عندما تمنح ائتماناً وفق الضوابط، وتستطيع بنوك مركزية إسناد التسوية بتسهيلات سيولة وفق شروطها. أما نموذج الرمز المدعوم احتياطياً بالكامل، فيربط نمو المعروض، عادةً، بوصول أصل مقابل، ويحد من قابلية مُصدره للقيام بوظائف إقراض سيادي أو سيولة طارئة تشبه ما لدى النظام النقدي ذي المستويين. وهذه مفاضلة تصميمية: صلابة الاحتياطي تقلل بعض أنواع المخاطر، لكنها لا تمنح النظام بمفردها جميع وظائف الائتمان العام.56

وحتى هذا التمييز يحتاج إلى حذر. فقد تنشئ جهات تمويل خارج مُصدر الرمز ائتماناً بضمانه، أو تستعمله منصة إقراض لإنتاج مراكز أكبر من عدد الوحدات المتداولة. لا يجعل ذلك المُصدر نفسه بنكًا مركزياً، بل قد يضيف طبقة من الالتزامات والرافعة المالية إلى أداة كانت تُسوق باعتبارها بسيطة ومغطاة. في بحث عام 2026 عن الاقتصاد الكلي للعملات المستقرة، يميز الباحثون قناتين متعاكستين: تحويل بعض المدخرات عن الودائع المصرفية قد يرفع كلفة تمويل البنوك ويؤثر في الائتمان؛ وشراء مُصدري الرموز لأذون الخزانة قد يخفض بعض تكاليف اقتراض الدولة ويفسح مجالاً مالياً. والنتيجة الإجمالية تتوقف على الترتيب الرقابي وتكوين الاحتياطيات والطلب الخارجي ولا تُختصر في «الرموز ستدمر البنوك» أو «الرموز ستحرر الاقتصاد».11

هذه هي المفارقة التي لا تظهر في إعلانات المنتجات. يستطيع شخص أن يحصل على دولاره الرقمي بلا حساب مصرفي مباشر، لكن قيمة ذلك الدولار قد تكون في نهاية السلسلة رهينة ودائع مصرفية وصناديق سوق نقدي وأذون خزانة. ما يبدو تحررًا من الواسطة المصرفية عند نقطة الدخول قد يكون إعادة ترتيب للوسطاء، وإخفاءً لأسمائهم عن المستخدم. حدث ذلك في 2023 بأكثر الصور وضوحًا: اضطرب رمز محمول على شبكة مفتوحة لأن مالاً من احتياطياته لم يكن متاحًا في مصرف تقليدي. اختفت بعض الاحتكاكات أمام العين، ولم تختف العلاقات التي أنتجت الثقة أو هدّدتها.12

السلامة المالية ومقام الإحصاء

ثم تأتي السلامة المالية (Financial Integrity)، التي تضيع بين حجتين متعجلتين. الأولى تقول إن كل شيء على سلسلة الكتل مرئي، ولذلك تكاد الجرائم تصبح مستحيلة. والثانية تقول إن المحافظ لا تحمل أسماء أصحابها، ولذلك لا يمكن تتبع شيء. كلاهما أضعف من الواقع. السجل العام يتيح رؤية تدفقات وتحليلها بدرجات متفاوتة، لكنه لا يثبت دائمًا هوية المستفيد الحقيقي ولا يضمن تطبيق التزامات الامتثال عند الانتقال بين محافظ ذاتية الحفظ أو سلاسل مختلفة. وفي تقرير نشرته مجموعة العمل المالي (FATF) في مارس 2026، ناقشت إساءة استعمال العملات المستقرة عبر التحويلات المباشرة بين المحافظ غير المستضافة، واقترحت أدوات متناسبة للتحقق والتحليل والتجميد حيث يسمح القانون والهيكل التقني.12

ويصلح التقرير ذاته لتعليم قاعدة في قراءة الإحصاءات. نقلت المجموعة عن تقدير أن العملات المستقرة شكّلت 84% من حجم **المعاملات غير المشروعة في الأصول الافتراضية** في 2025. هذا لا يقول إن 84% من معاملات العملات المستقرة غير مشروعة، ولا يسمح باستنتاج نسبة الجرائم من إجمالي استخدام الرموز. المقام مختلف. من يخلط المقامين يمكنه أن يصنع عنوانًا مخيفًا من رقم صحيح، وهذا أحد أرخص أنواع التزوير في زمن البيانات. السؤال الصحيح ليس كيف نسوّق نسبة مثيرة، بل كيف نربط بين قابلية تحليل السجل وإثبات الهوية والإجراءات القانونية عبر الحدود دون حرمان المستخدم المشروع من مزايا النفاذ.12

ما العمل إذن مع شعار «المال الحر»؟ حرية الوصول لا تعني غياب أي سلطة. بعض العملات المستقرة يتيح للمُصدر أدوات تعطيل أو تجميد رموز في عناوين معينة امتثالًا لقرارات قانونية، وتوجد نماذج حوكمة أخرى تختلف جذريًا. وحق الاسترداد نفسه يفرض على مُصدر ما واجبًا محددًا. إن منح المستخدم قابلية حركة أعلى مع وضع مسؤوليات واضحة على حارس الاحتياطي ليس تناقضًا منطقيًا، لكنه يحتاج إلى مصارحة: هل يملك الشخص أصلًا لا يمكن لأحد إيقافه، أم مطالبةً قابلة للانتقال تخضع عند بعض نقاطها إلى قواعد مؤسسة مُعينة؟ كل جواب ينتج منافع ومخاطر مختلفة، ولا يصح جمعها كلها في وصف واحد لامع.

حين يصبح حق الاسترداد مسألة قانونية

بدأ التشريع يتعامل مع المشكلة بوصفها هندسةً لحق النقد، لا مجرد ترخيص لتطبيق. ففي الاتحاد الأوروبي، يقرر نظام «أسواق الأصول المشفرة» (MiCA) حق حامل رمز النقود الإلكترونية المرتبط بعملة رسمية واحدة في الاسترداد من مُصدره بالقيمة الاسمية وفق أحكامه. وفي الولايات المتحدة صدر قانون «جينيوس» (GENIUS Act) في 18 يوليو 2025، وفيه متطلبات للاحتياطيات والإفصاح وحقوق حاملي رموز الدفع. وأصدر مكتب مراقب العملة الأمريكي (OCC) قاعدة نهائية بتاريخ 21 أكتوبر 2026، مُعلنًا أن بدء نفاذ تلك القاعدة والقانون في 18 يناير 1314.2027 لذلك من الخطأ وصف كل هذه الحماية الأمريكية بأنها نافذة التطبيق الكامل في نوفمبر 2026؛ كما أن المقارنة مع أوروبا لا تعني تطابق أهلية المصدرين أو حقوق كل حامل أو آليات التنفيذ عبر الحدود.

يساعدنا مجلس الاستقرار المالي (Financial Stability Board) على رؤية العطب الذي تحاول تلك الأنظمة معالجته. فهو لا يوصي بمجرد نشر تقرير احتياطيات جميل، بل بمطالبة قانونية قوية للمستخدمين، واسترداد في الوقت المناسب، وخطط تعافٍ وتسوية، ومعلومات عن المُصدر والحفظ والآليات والحوكمة.15 إن القانون هنا ليس طبقة كئيبة تُضاف بعد انتهاء التصميم. إنه جزء من تعريف المنتج نفسه: إن كان الرمز مطالبةً، فمن حق الدائن أن يعرف مَن مدينه. وإذا صار الإفلاس ممكنًا، فترتيب أصحاب المطالبات ليس هامشًا في شروط الاستخدام، بل صفة أساسية من صفات القيمة.

مع ذلك، سيكون من الخطأ تحويل موقف بنك التسويات الدولية إلى حكم نهائي ضد كل شكل خاص من النقود الرقمية. فالمؤسسة تنظر، بحق، من زاوية استقرار المنظومة النقدية وقيام البنوك المركزية بوظيفتها العامة. أما صاحب الورشة الذي يشتري قطع غيار عبر الحدود فيسأل سؤالًا إضافيًا: هل يستطيع أن يدفع أقل ويحصل على بضاعته أسرع؟ وتوجد في هذه المساحة مزايا حقيقية للتداول على بنى مفتوحة، وللتوافق البرمجي بين دفع المال ونقل بعض الأصول، ولتوسيع المنافسة عندما تعجز القنوات التقليدية عن تقديم خدمة معقولة.816 ليس من الضروري أن تصلح الأداة لأن تكون أساس النظام النقدي كله حتى تكون نافعة في ممرات محددة. ولا يلزم، بالمقابل، أن تكون نافعة في ممر محدد حتى نسميها أصلًا نقديًا مساويا لكل أشكال الدولار.

بل إن أفضل دفاع عن بعض العملات المستقرة ينطلق من عيبها المعلن: إنها **ليست** وحدة حساب مستقلة، وإنما تستخدم الثقة المتراكمة في الدولار. لا يحتاج مصنعها إلى إقناع العالم بسعر جديد لكل سلعة. يستعير قياسًا مستقرًا نسبيًا من عملة قائمة ويبتكر طريقة لنقل المطالبة بها. غير أن الاستعارة الاقتصادية ليست ملكية كاملة للصفة المستعارة. ومن ثم يجدر بالناقد ألا يعاقب الرمز على أنه لم يخترع الدولار، وبالمؤيد ألا يدّعي أن رمزًا يتتبع الدولار صار يحمل، بمجرد الاسم، كل شبكة الحقوق والضمانات التي جعلت الدولار مقبولًا.

في أغسطس 2026، قارن خطاب بحثي لبنك التسويات الدولية بين العملات المستقرة والودائع المصرفية المُرمّزة (Tokenised Deposits). يستطيع الشكلان استخدام دفاتر قابلة للبرمجة. لكن نقل رمز حامل خاص بين شخصين لا يساوي بالضرورة نقل مطالبة مصرفية تُسوى بين البنوك بأصل من البنك المركزي. كذلك لا تصبح الودائع المرمزة متوافقة تلقائيًا مع كل شبكة أخرى؛ فهي تحتاج إلى قواعد اتصال وتشغيل وقانون كما تحتاج العملات المستقرة. الفارق الصحيح ليس بين «تقنية قديمة» و«تقنية جديدة»، بل بين معماريتين مختلفتين لتحديد مَن يدين بماذا، وبأي أصل تُطفأ الالتزامات في النهاية.17 وهو سؤال يناسب عصرًا تغريه الأشكال الجديدة حتى ينسى أن ينظر إلى الميزانية.

اختبار الرجوع إلى النقد

لذلك أقترح، بوصفه **إطارًا بحثيًا جديدًا لم يُختبر**، تسمية «اختبار الرجوع إلى النقد» (Monetary Return Test). يبدأ التقييم من آخر مستفيد، ثم يسير عكس اتجاه التحويل حتى المُصدر. ما نسبة الوحدات التي يستطيع حاملون من فئات مختلفة استردادها بالقيمة الاسمية بعد كل التكاليف؟ ما الزمن اللازم، وبأي توزيع احتمالي، لا بمتوسط جميل وحده؟ ما حجم الاختلاف بين سعر الشراء وسعر الخروج في الأسواق المحلية؟ هل تستمر إمكانية الاسترداد عند توقف وسيط أو

انقطاع قناة مصرفية؟ مَن صاحب المطالبة القانونية عند الإفلاس؟ وما أثر تمويل الاحتياطي أو تسييله على الأطراف الأخرى؟ وإذا كان الرمز يعبر سلاسل مختلفة، فهل ينتهي كل انتقال بحق نهائي واضح على الأصل نفسه أم بأداة جديدة تحمل مخاطرة جسر أو حارس إضافي؟

لا أريد تحويل هذه الأسئلة إلى درجة واحدة من مئة. ستغري الدرجة البسيطة المؤسسات بأن ترفع الرقم وتُخفي الشروط. الأفضل نشر خريطة متعددة المحاور: **تكافؤ السعر، وإمكان الوصول إلى الاسترداد، وسلامة الأصل الاحتياطي، والنهائية القانونية، واتساع القبول، وكلفة التصريف، وقابلية السيولة للتوسع.** وتتجزأ النتائج بحسب فئة الحامل والبلد والعملة وساعة الاختبار وحجم العملية، لأن وعدًا ممتازًا لمؤسسة مؤهلة قد لا يكون الوعد نفسه لعامل يتعامل مع وسيط في سوق بعيدة. ويمكن اختبار الفروق عمليًا بمعاملات صغيرة مرخصة، وقياس أسعار معلنة ومنفذة، واختبارات ضغط لمحافظ الاحتياطي، وتحليل الشروط القانونية. لا وجود اليوم، في هذه المقالة، لنتائج ميدانية تثبت صلاحية الإطار؛ المقصود تحويل السؤال الفلسفي إلى برنامج قياس يمكن تكذيبه أو تحسينه.

ويمكن للمؤسسات المالية في السعودية والخليج، إذا درست فرص استخدام العملات المستقرة عبر الحدود، أن تبدأ من هنا: تحديد الممر التجاري الحقيقي، والعملات الداخلة والخارجة، وهوية الأطراف، والقناة القانونية المتاحة، وسعر التحويل النهائي الذي يحصل عليه المستفيد، ثم مقارنة ذلك بمنظومات دفع وتبادل أخرى. لا يفترض هذا وجود ترخيص سعودي عام لإصدار أو تداول عملة مستقرة بعينها، ولا يمنح توصية باستخدام منتج. وهو أكثر فائدة من البدء بسؤال ترويجي عن عدد السلاسل التي يدعمها التطبيق. فالسوق المحلية تعرف الفرق بين سرعة نقل رسالة وقيمة ما تشتريه الرسالة عندما تصل، حتى إن لم تستخدم هذه الألفاظ العلمية.

ويبقى من المفيد ألا نبالغ في قدرة الاحتياطي على حل كل شيء. قد تكون الأصول المودعة كاملة، والبيانات مدققة، والجهة مرخّصة، ثم يكون الحصول على النقد المحلي عند الطرف الآخر مكلفًا بسبب قلة المنافسة أو شح السيولة أو فروق العملات. وقد يكون التحويل الداخلي على الشبكة رخيصًا بينما تكون محصلة رحلة الدفع أغلى من خدمة مصرفية محسنة. وقد يكون العكس تمامًا في ممرات تُثقلها الرسوم والإجراءات. تكمن العدالة التحليلية في قبول النتيجتين إذا شهدت بهما البيانات، لا في الانتصار المسبق لشركة تقنية أو مؤسسة مصرفية.

على نحو أدق، نحن أمام ثلاثة اختراعات يجري الخلط بينها: اختراع **أداة لحمل القيمة**، واختراع **بنية لإثبات انتقالها**، واختراع **نظام اجتماعي ومؤسسي يجعلها نقدًا**. يمكن أن يسبق أحدها الآخر بقرون. كانت أمستردام تعالج فوضى المعدن بسجل، وكان التجار الأمريكيون يضعون خصومات على أوراق متشابهة الأرقام، وكان حامل USDC في مارس 2023 يرى الرمز ينتقل بينما يسأل السوق عن قابليته للاسترداد. لا تقول هذه الوقائع إن كل جديد إعادة لما مضى. تقول إن سرعة التقدم في وسيلة الانتقال لا تلغي الشروط التي تجعل ما ينتقل مطلوبًا ومقبولًا بلا مناقصة عند كل باب.

ربما تكون العملات المستقرة جسرًا مهمًا في مستقبل المدفوعات، وربما تتحول بعض وظائفها إلى ودائع مرمزة أو منصات موحدة أو أشكال أخرى لم تُحسم بعد. لكن هناك امتحانًا لا تستطيع أي تسمية تجارية تجاوزه: يستطيع الرمز أن يصل إلى الطرف الآخر، وربما يصل في جزء من ثانية. أمّا المال فقد يحتاج إلى تاريخ من المؤسسات كي يُقبل من دون أن يعتذر صاحبه عن مصدره، أو يدفع ثمن الشك في اسمه. **ليست المسألة أن نسأل هل انتقل الدولار. المسألة أن نسأل: أيّ دولارٍ وصل، وعلى من بقي وعدُه؟**

المراجع

1. مجلس الاحتياطي الفيدرالي، In the Shadow of Bank Runs: Lessons from the Silicon Valley Bank Failure and Its Impact on Stablecoins، 17 ديسمبر 2025.
2. Circle، $3.3 Billion of USDC Reserve Risk Removed، 12 مارس 2023. هذا بيان للمُصدر لا تدقيق مستقل.
3. بنك التسويات الدولية، An early stablecoin? The Bank of Amsterdam and the governance of money، ورقة عمل 902، 10 نوفمبر 2020.
4. Federal Reserve History، National Banking Acts of 1863 and 1864، تحديث 31 يوليو 2022.
5. بنك التسويات الدولية، Annual Economic Report 2026: Anchoring trust in money، يونيو 2026.
6. بنك التسويات الدولية، Making stablecoins stable(r): can regulation help?، ورقة عمل 1355، 2 يونيو 2026.
7. Circle، USDC، وصف المنتج والاسترداد، اطلع عليه 2 نوفمبر 2026.
8. صندوق النقد الدولي، Stablecoins in Nigeria: A Growing Cross-Border Channel، 16 يونيو 2026.
9. بنك التسويات الدولية، Dollarisation and monetary control: what lessons from the rise of stablecoins?، ورقة عمل 1370، 21 يوليو 2026.
10. بنك التسويات الدولية، Stablecoin flows and spillovers to FX markets، ورقة عمل 1340، 27 مارس 2026.
11. بنك التسويات الدولية، The macroeconomics of stablecoins، ورقة عمل 1363، 23 يونيو 2026.
12. مجموعة العمل المالي، Targeted Report on Stablecoins and Unhosted Wallets، 3 مارس 2026.
13. الاتحاد الأوروبي، Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA)، 31 مايو 2023.
14. الولايات المتحدة، GENIUS Act، Public Law 119-27، 18 يوليو 2025؛ و21 OCC، Bulletin 2026-50، أكتوبر 2026، نافذ في 18 يناير 2027.
15. مجلس الاستقرار المالي، High-level Recommendations for Global Stablecoin Arrangements، 17 يوليو 2023.
16. صندوق النقد الدولي، How Stablecoins Can Improve Payments and Global Finance، 4 ديسمبر 2025.
17. بنك التسويات الدولية، Pushing the monetary frontier: stablecoins and tokenised deposits، 28 أغسطس 2026.